

辰州矿业 (002155)

——全球铋业龙头 业绩释放可期

市场数据		2011年3月8日
当前价格(元)		30.68
6周价格区间(元)		25.71-31.04
总市值(亿元)		309.18
流通市值(亿元)		288.22
总股本(万股)		100776.6
流通股(万股)		93944.95
近一个月换手率		40.94%
第一大股东		云南冶金集团
公司网址		

投资要点：

- **公司铋资源自给率达到70%，已成为全球最大的铋产品供应企业。**公司2010年铋产品产量达到2.0337万吨，其中70%由自有矿山供应铋精矿，2011年将全面享受高铋价时代带来的业绩释放。公司进一步的铋资源勘探仍在继续，目前进展情况良好，铋资源储量已达到17.2万吨。
- **公司2010年经营情况良好，黄金与铋产品产销两旺。**公司2010年黄金产量突破5吨（其中自产2.5吨，资源自给率50%），铋产品20377吨（资源自给率70%），钨产品2000标吨。公司2010年全年销售收入达到28亿，净利润达到2亿。公司业绩相比2009年有较大幅度提升，主要受益于：第一，公司自产黄金和铋产量有所提升；第二，公司主营产品黄金和铋市场价格较2009年分别提升20%及80%。员工人均年收入突破收入3.6万元。
- **公司十二五规划提出了五个“不低于”。**公司十二五期间将实施五个“不低于”战略，即产量环比增长不低于15%。收入环比增长不低于15%，净利润环比增长不低于15%的增长，新增储量（除去消耗）环比增长不低于15%。员工收入环比增长不低于7%。资源量方面：黄金产量增长达到12.5吨，铋产品产量达到3.3万吨，钨产品达到4000标吨。
- **铋价仍具备进一步上涨的上涨。**从目前铋产品交易市场看，铋市处于价高量低的状态。世界“铋都”湖南冷水江市由于环保整顿，中小铋矿几乎全部关闭，中间贸易商采购铋矿的难度增加，使得市场出现进多出少的状况；3月份国家将对冷水江铋矿采选区域进行一次大规模的验收，这为铋价上涨提供了进一步上涨的动力。
- **盈利预测**
我们对2011年铋价和黄金价格的走势持乐观预期，预测2011年黄金价格将维持在260元/克上方，吨铋价格维持在80000元-120000元的区间。预计公司2010-2012年每股收益为0.44元、0.89元、1.08元，对应目前股价市盈率为80倍、39倍、32倍。首次给予公司推荐评级。

华龙证券研究中心

联系人：彭健

0931-4890002

Pengjian456@gmail.com

高级研究员：文育高

SAC: S0230205110423

辰州矿业简介

公司发行人前身是湖南省湘西金矿，系全民所有制企业，直属原湖南省黄金工业总公司（现为湖南金鑫黄金集团有限责任公司），省直属大二型国有企业。湖南省湘西金矿最早可追溯至清同治年间，迄今已有超过 130 年的金矿开采历史。

公司主要从事金锑钨伴生矿、金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼和深加工。公司锑产量居全球第二，是全国十大黄金矿山开发企业。公司拥有 30 吨/年的黄金冶炼能力，2 万吨/年精锑冶炼生产线、2 万吨/年多品种氧化锑生产线、5,000 吨/年仲钨酸铵生产线等产品深加工能力。

辰州矿业冶炼产能

生产公司	黄金 (t/a)	精锑 (t/a)	三氧化二锑 (t/a)	APT (t/a)
公司本部	30	20000		5000
常德锑品			18000	
东港锑品			2000	
合计	30	20000	20000	5000

资料来源：公司公告

十二五规划目标

公司坚持“矿业为主、规模经营、深度延伸”的发展战略，十二五期间将实施五个“不低于”战略，即产量环比增长不低于 15%。收入环比增长不低于 15%，净利润环比增长不低于 15%的增长，新增储量（除去消耗）环比增长不低于 15%。员工收入环比增长不低于 7%。资源量方面：黄金增长达到 12.5 吨，锑产品产量达到 3.3 万吨，钨产品达到 4000 标吨。

公司钨资源量将增长一倍，新邵钨矿资源量前景可观，预计可达到几万吨，公司未来计划做钨产品的深加工，目前处于项目可行性研究阶段。

公司资源量逐年增加

公司及下属子公司拥有采矿权及探矿权的矿山主要为金锑钨矿单一矿或共（伴）生矿，分别位于湖南省怀化、益阳、邵阳、永州等地区及甘肃等省。截至 2010 年 6 月 30 日，公司拥有和控制矿业权 39 个，其中：探矿权 21 个，面积 359.73 平方公里；采矿权 18 个，面积 40.8574 平方公里。公司保有资源储量矿石量：1,960.2 万吨；金属量：金 37,824 千克、锑 172,087 吨、钨 44,716 吨。

集团公司下属矿产资源未来可能注入到上市公司

湖南金鑫黄金集团作为辰州矿业第一大控股股东，目前拥有的资产包括湖南黄金洞矿业有限责任公司、中南黄金冶炼有限责任公司、宝山铅锌矿。其中黄金洞矿业主要从高砷金矿的采选，目前黄金储量为十几吨，矿产黄金为 1.2 吨-1.5 吨；宝山铅锌矿属于多金属伴生矿，

该矿富产铅锌，另有金、铜、钼伴生。我们预计未来 2-3 年整体装入上市公司的可能性较大。

公司业绩受益于黄金和锑价上涨，经营情况良好

（一）产量方面

公司 2010 年黄金产量突破 5 吨（其中自产 2.5 吨，资源自给率 50%），锑产品 20377 吨（资源自给率 43%），钨产品 2000 吨。公司 2010 年全年销售收入达到 28 亿，净利润达到 2 亿。公司业绩相比 2009 年有较大幅度提升，主要受益于：第一，公司自产黄金和锑产量有所提升；第二，公司主营产品黄金和锑市场价格较 2009 年分别提升 20%及 80%。员工人均年收入突破收入 3.6 万元。

公司四季度销售收入 9 亿，但每股收益 1 毛多，主要由于公司 12 年份进行了检修，并进行了摊销。

（二）募投项目进展良好

安化渣滓溪 5000 吨精锑扩建一期工程将于 2012 年底完成，甘肃加鑫矿区的探矿工作仍在继续，采矿证将于几年 6 月份之前办理完成，但是 11 年贡献业绩不大，12 年完全达产。渣滓溪矿区出现的 3 个月停产，主要在于矿区原有员工对并购合理性及工龄买断不满意，目前公司正在积极与员工及当地政府洽谈有关事宜，当地政府态度倾向公司。

（三）公司积极进行资源外延扩张

公司目前在积极寻找矿山，每年考察 40 多个矿山，主要采取三种方式：第一，直接收购矿山；第二，与地质队合作，公司采取与地质队签署合约的方式，具有优先取得新发现矿山的权利；第三，战略投资优势矿山，采取以股权获取矿权的方式。公司表示由于资金、购矿经验均不足，短期内公司不会有海外购买矿山的计划。

其他，计提方面，公司对表示 2011 年计提不会超过 2010 年；新疆宝贝 8 号黄金矿目前勘探情况进展缓慢，该矿计提具有较大的不确定性。公司高新技术企业认证于 2010 年到期，目前正在申请新的认证，公司表示问题不大。

2011 年锑价仍具备进一步上涨的空间

2010 年公司自产锑已经超过全球第一大锑矿企业锡矿山的产量。中国锑储量、开采技术在全球都具有一定优势。目前国内锑市场正在发生三个转变，由过去小作坊的滥采滥开转为大公司集合开采；由过去国外定价转向为国内人民币报价；由过去加工环节的话语权转为资源控制的话语权。对高锑价，目前市场存在分歧。公司看好锑价的理由，在于国内开采门槛在逐渐提高，不公平竞争的范围在缩小，由于监管政策的落实，开采的成本在增加，政策层面的刚性支持，具有不可逆性，政策因素是导致供需基本面变换的根本原因。

世界锑都湖南冷水江市的锑矿整顿工作还在进行，3 月份国家将对该地区的整顿进行环保验收，此次验收将进一步推升锑价。另外，国家对锑行业的环保整顿有向其它地区蔓延的趋势。我国是锑矿主要供应国，锑矿出现枯竭已成为行业内共识。而新发现矿山从可研到供矿时间周期较长。短期内，锑矿供给困难局面难以得到改变。随着我国对锑矿的开采、出口等政策逐渐趋紧，及出台小金属战略资源的收储政策，锑价未来仍具备上涨空间。

盈利预测

盈利预测核心假设

销量情况 (吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
黄金 (kg)	2,505.96	4,376.00	5000	5750	6612
其中自产	1697.5	2521	2500	2675	2862
氧化锑	9,621	10000	11000	11770	12593
精锑	15900	9106	9,377	10033	10735
仲钨酸铵	1852	1705	1700	1819	1946
其他					
销售价格(元/吨)					
黄金(元/克)	192.16	207.50	270	280	290
氧化锑	35,209.36	33,976.49	60000	80000	85000
精锑	17,775.67	23,856.74	70000	90000	95000
仲钨酸铵	100,922.73	76,671.67	140000	170000	180000

注：2010-2012 年的销售价格均为含税价格

公司作为全国领先的锑矿开采冶炼企业，将在国家整顿锑矿企业中受益。公司估值目前在小金属公司当中处于较低水平，具备一定的安全边际。我们对 2011 年锑价和黄金价格的走势持乐观预期，预测 2011 年黄金价格将维持在 280 元/克上方，吨锑价格维持在 80000 元-120000 元的区间。预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.44 元、0.89 元、1.08 元，对应目前股价市盈率为 80 倍、39 倍、32 倍。我们看好锑价进一步上涨的趋势，首次给予公司推荐评级。

风险因素

黄金和锑价格出现较大幅度的波动；市场加息步骤加快，系统性风险加大；公司计提出现较大幅度提升。

投资评级说明:

华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;
谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;
中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;
回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;
中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;
回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表华龙证券研究中心的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.